



买入

115% ↑

目标价格:人民币 22.00

000563.CH

价格:人民币 10.21

目标价格基础:分部估值法

板块评级:未有评级

陕国投A

投资收益是最大利润贡献来源

公司公布 2015 年年报, 15 年营业收入 11.51 亿元, 同比增长 37.76%; 净利润 4.54 亿元, 同比增长 29.47%。基本每股收益 0.37 元。截至 2015 年末, 公司信托资产规模为 1867.54 亿元, 同比增长 50.3%, 其中主动管理资产规模 868.51 亿元, 占比达到 46.51%。加权年化信托报酬率为 0.28%。

支撑评级的要点

- **业绩快速增长源于投资收益大幅增加。**公司全年净利润实现近 30% 的增长, 主要原因是报告期投资收益大幅增长 368%, 细分项目来看, 公司处置可供出售金融资产实现收益达 4.5 亿, 是主要增长来源。
- **信托主业盈利能力下滑。**截至 2015 年末, 公司信托资产规模达到 1,867.64 亿元, 同比增长 50.26%。但主动管理规模增长缓慢, 占比下滑 23 个百分点, 加之信托全行业景气度走低, 共同导致公司信托报酬率从 14 年的 0.43% 下降至 15 年的 0.28%, 信托业务盈利能力有所下降。
- **增发募资使用过半。**2015 年 12 月增发完成后, 32 亿募集资金已使用近半, 其中补充流动资金 6.83 亿元, 收购长安银行股份使用 1.12 亿元, 购买信托产品 0.6 亿元, 认购苏宁环球非公开发行股票 3.8 亿元、华邦健康非公开发行股票 2 亿元。资金使用的多样化, 为公司未来盈利模式提供了更多的可选项, 有利于抵御利率下行对信托主业的影响。同时, 在打造金控平台的预期下, 资本金实力增加也打开了公司未来购买其他类型金融资产更大的想象空间。
- **送转方案略超预期。**公司同时公布了 2015 年的利润分配方案, 拟以 15 年 12 月 31 日总股本 15.45 亿股为基数, 向全体股东每 10 股派发现金股利人民币 0.30 元 (含税), 利润分配总额达到 0.46 亿元。同时以资本公积金向全体股东每 10 股转增 10 股, 转增后公司股本增加至 30.90 亿股。公司在市场低迷时公布分红方案, 反映了管理层对公司未来发展前期的良好预期, 也体现了公司积极回报股东、有意愿与股东分享公司发展成果、兼顾股东即期利益和长远利益的考虑。

评级面临的主要风险

- 信托业景气度持续下降; 业务转型不达预期。

盈利预测和估值

- 我们预测, 公司 2016~2018 年每股收益分别为 0.42 元、0.54 元、0.72 元 (未考虑最新利润分配方案), 未来三年净利润复合增速达 35%。采用分部估值法估值, 得到公司目前静态市值应为 264 亿元, 考虑到公司金融资产注入及业绩快速增长的持续预期, 以及参股陕西不良资产处置平台带来的估值溢价, 我们认为公司股价还有较大空间, 维持目标价 22.00 元和买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(人民币百万)	835	1,151	1,256	1,627	2,162
变动(%)	0.32	37.76	9.16	29.51	32.88
净利润(人民币百万)	351	454	649	841	1,108
变动(%)	11.99	29.47	42.91	29.57	31.78
全面摊薄每股收益(人民币)	0.289	0.365	0.420	0.544	0.717
先前预测每股收益(人民币)			0.44	0.59	0.78
调整幅度(%)			(4.55)	(7.80)	(8.08)
全面摊薄市盈率(倍)	35.4	27.9	24.3	18.8	14.2
市净率(倍)	3.25	2.06	1.98	1.83	1.69

资料来源: 公司数据及中银证券预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(26.9)	(17.1)	(19.3)	(16.7)
相对深证成指	0.6	(10.8)	6.6	0.6

发行股数(百万)	1,545
流通股(%)	79
流通股市值(人民币百万)	12,402
3个月日均交易额(人民币百万)	301
净负债比率(%) (2016E)	净现金
主要股东(%)	
陕西煤业化工集团有限责任公司	35

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以 2016 年 2 月 25 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

非银金融: 多元金融

魏涛, CPA*

(8610)66229364

tao.wei@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514080004

郭晓露

(8610)66229361

xiaolu.guobj@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514120001

*刘嘉玮为本报告重要贡献者

图表 1. 业绩摘要表

(人民币, 亿元)	2014 年	2015 年	同比(%)
营业收入	8.35	11.51	37.76
归属于上市公司股东的净利润	3.51	4.54	29.47
基本每股收益(元/股)	0.298	0.37	26.57
净资产收益率(%)	9.52	10.35	增加 0.83 个百分点
总资产	42.57	87.44	105.39
归属于上市公司股东的净资产	38.14	76.54	100.69

资料来源: 中银证券

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入					
营业收入	835	1,151	1,256	1,627	2,162
其他业务收入	7	11	10	10	n.a.
营业总成本					
营业成本	247	376	396	508	687
其他业务成本	1	0	0	0	0
营业税金及附加	47	69	72	94	126
营业费用					
管理费用					
财务费用					
资产减值损失	120	165	0	0	0
公允价值变动收益	(5)	(5)	(2)	(4)	(3)
投资净收益					
营业利润	467	608	861	1,119	1,475
营业外收入	1	1	5	2	2
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	468	608	865	1,121	1,477
所得税	117	154	216	280	369
净利润	351	454	649	841	1,108
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净	351	454	649	841	1,108

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要财务指标

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力 (%)					
营业收入	0	38	9	30	33
营业利润	15	30	42	30	32
归属于母公司净利润	12	29	43	30	32
偿债能力及营运能力 (%)					
资产负债率	0.10	0.11	0.07	0.08	0.07
净负债比率	(0.00)	(0.15)	(0.22)	(0.22)	(0.24)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
资产总计	4,257	8,744	8,583	9,319	10,003
货币资金					
现金及存放中央银行款项					
发放贷款及垫款	1,695	1,542	1,696	1,865	2,052
交易性金融资产	49	516	568	624	687
衍生金融资产					
买入返售金融资产	362	200	281	241	261
可供出售金融资产	718	2,151	2,258	2,371	2,490
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	56	82	74	67	60
负债总计	443	988	616	703	659
短期借款					
交易性金融负债					
卖出回购金融资产款					
代理买卖证券款					
长期借款					
所有者权益	3,814	7,654	7,967	8,616	9,343
股本	1,215	1,545	1,545	1,545	1,545
归属于母公司所有者权益	3,814	7,654	7,967	8,616	9,343
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债及所有者权益合计	4,257	8,744	8,583	9,319	10,003

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要财务指标

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力 (%)					
净资产收益率	9	6	8	10	12
净利率	42	39	52	52	51
总资产净利率	0.08	0.05	0.08	0.09	0.11
每股指标及估值比率					
每股收益(元)	0.29	0.29	0.42	0.54	0.72
每股净资产(元)	3.14	4.95	5.16	5.58	6.05

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371